国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

证券研究报告

2020年06月17日

创新永不止，三强各千秋

——电商行业专题研究

行业评级：增持

姓名：訾猛（分析师）
邮箱：zimeng@gtjas.com
电话：021-38676442
证书编号： S0880513120002

姓名：姓名：张睿（研究助理）
邮箱：zhangrui020842@gtjas.com
电话：021-38031656
证书编号： S0880118080091

姓名：陈彦辛（分析师）
邮箱：chenyanxin@gtjas.com
电话：021-38676430
证书编号：S0880517070001

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

投资要点（行业评级：增持）

01

电商加速渗透，创新从未停止

对电商企业来说，一头是流量，一头是供应链，共同推进电商平台的发展迭代，龙头企业不断把握流量趋势、加强供应链，稳固行业地位，同时向科技、服务领域扩张，打开成长空间。推荐标的：阿里巴巴、京东、拼多多。

02

阿里：从零售商向科技巨擘蜕变

持续优化和创新营销手段，增加用户数和复购率，核心商业保持强劲，为创新业务提供坚强后盾；各创新业务持续增长，阿里云年营收超400亿且亏损率进一步收窄，新零售和本地服务稳步推进。向以技术为驱动源的多元化综合商业巨擘的持续转型，盈利有望再提速。

03

京东：组织升级效率提升，开放服务潜力大

组织架构调整后，京东商城以客户为中心突出中台，效率提升显著，盈利能力持续改善并有望延续。电商业务通过京喜、京小店等多种方式布局下沉市场，营收和用户增长良好；物流优势显著、开放服务发展潜力大。

04

拼多多：获客先行，高性价比为核

拼多多致力于为更多人提供高性价比的产品，通过补贴、扩品等多种方法吸引用户，用户数量持续增长；同时加强品控和合作，提升用户信任，年度消费也不断提升，GMV仍有提升空间，从而推动营收增长和盈利改善。

目录 / CONTENTS

01 电商加速渗透，创新从未停止

02 阿里：从零售商向科技巨擘蜕变

03 京东：组织升级效率提升，开放服务潜力大

04 拼多多：获客先行，高性价比为核

01 电商加速渗透，创新从未停止

【国君零售 訾猛团队】

关键：扩张力和渠道渗透

关键：创新力和效率

供需轮换

流量红利 → 需求驱动

红利殆尽 → 供给驱动

需求驱动1.0
产品稀缺，流量红利

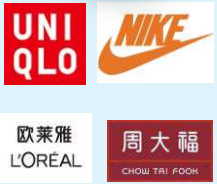
需求驱动2.0
品牌化追求：消费者辨识度低，品牌即品质

供给驱动
流量红利殆尽，内容、模式、场景等发生变革

消费变迁

大众消费时代 → 品牌化升级 → 第三消费时代：回归理性，简约消费

渠道变革



内容变化
- 产品革新
  - 产品革新
  - 优化供应链
  - 打造极致性价比
- 服务体验
  - 内容从产品
  - 迈向服务

模式变化
- 引流模式变革
  - 利用社交平台
  - 实现传播裂变
  - 快速低成本获客

场景变化
- 购物中心升级
  - 场景优化
  - 多业态组合

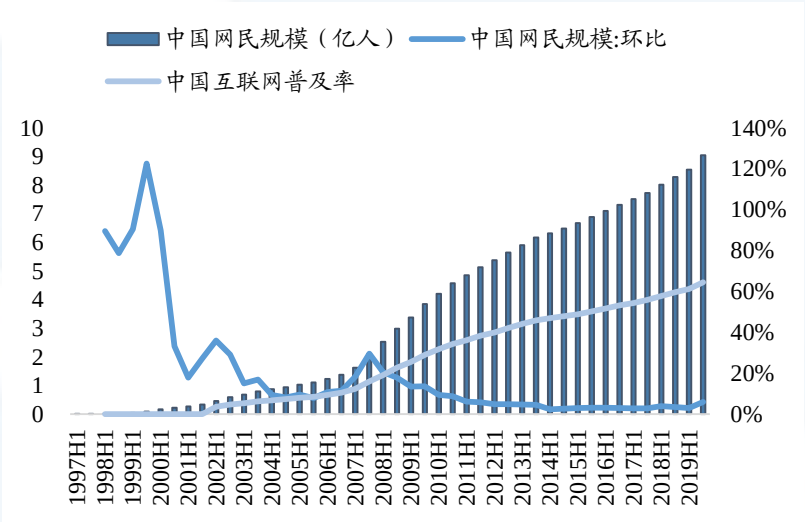
成长动因

渠道驱动 → 产品驱动 → 品牌驱动

01 互联网的普及是电商崛起的基础

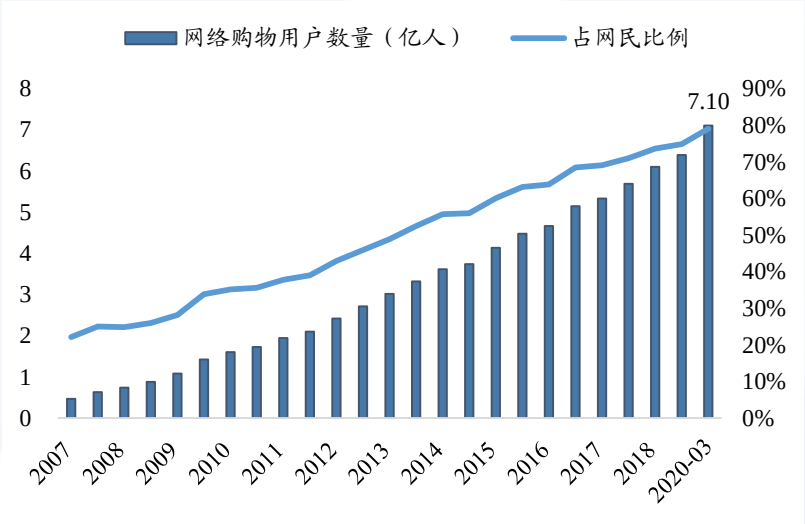
- 国内人民接触互联网的时间比较晚，1997年，国内只有620万的网民，而短短20年，国内网民数量就已经达到了2019年的9亿，伴随着互联网的普及，国内电子商务快速发展，2007年，国内有4641万网购用户，而截止2020年3月，国内网购用户数达到了7.1亿，占所有网民的78.6%。

图：国内网民规模持续增长，已达9亿人



数据来源：中国互联网络信息中心，国泰君安证券研究

图：国内网购用户数量超过7亿

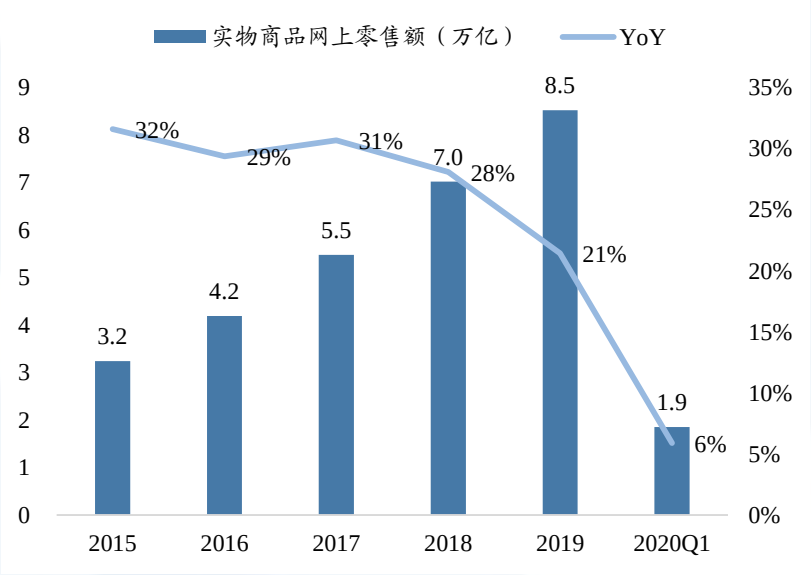


数据来源：中国互联网络信息中心，国泰君安证券研究

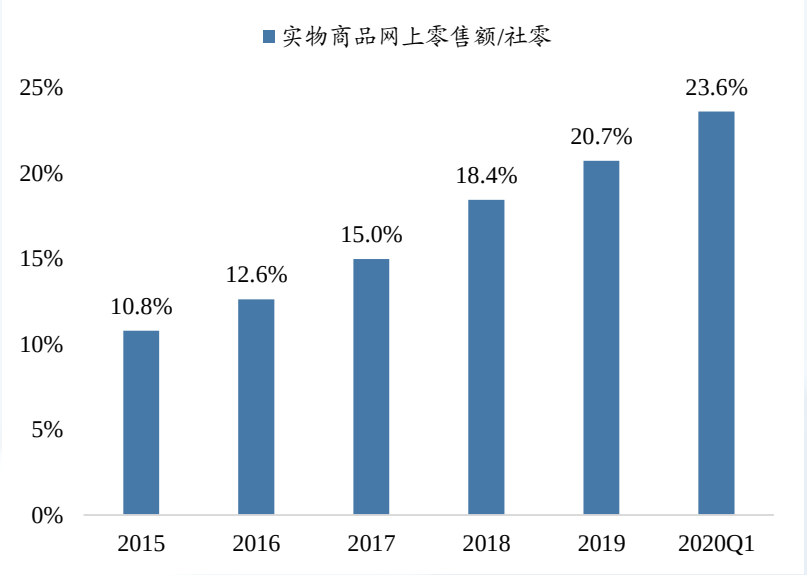
01 电商渗透率持续增长，疫情下加速提升

- 国内实物商品网上零售额2019年超过8万亿，保持20%+的增速，2020Q1在疫情影响下，仍保持正增长，表现出很强的韧性。从占社零比例来看，实物商品网上零售额占比不断提升，2019年超过20%，2020Q1更是提升至24%，疫情加快了电商渗透的速度。

图：2019年国内实物商品网上零售额超过8万亿



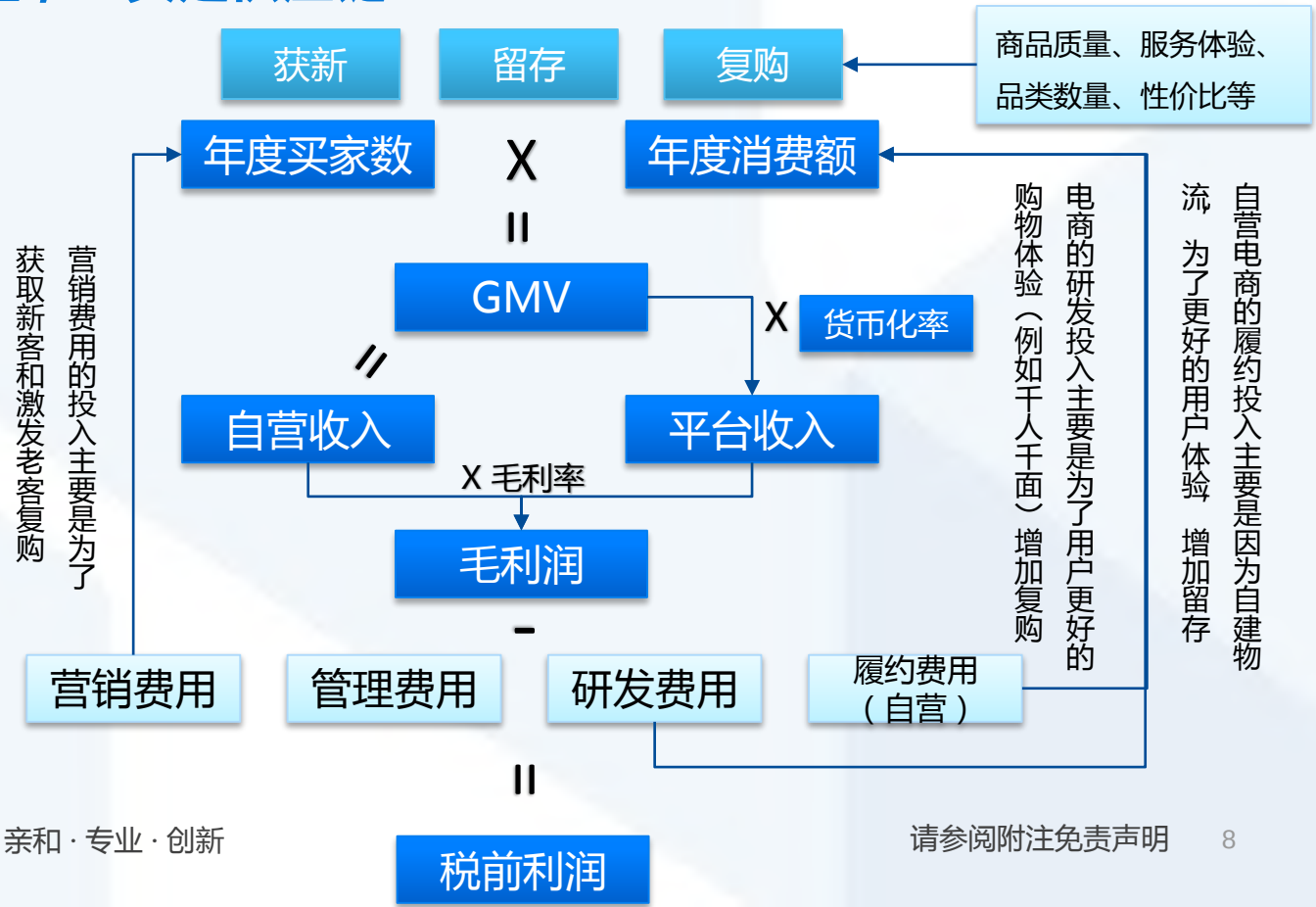
图：国内实物商品网上零售额占比不断提升



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

01 电商一头是流量，一头是供应链

- 电商的发展，一头要把握流量，一头要把握供应链。流量是电商平台崛起的基础，无论是平台型还是自营电商，有了流量才能有GMV，才能有收入，但获客是需要成本的，所以紧跟时代，把握低获客成本的流量入口至关重要。
- 另一方面，获客之后就是留存和复购，这就有平台的商品质量、服务体验、品类数量、性价比等多方面综合决定了，而这些的核心其实就是对于供应链的管控能力。



数据来源：国泰君安证券研究

01 传统电商获客成本不断提升，社交电商获客能力强

阿里巴巴	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
年度活跃买家（百万）		255	350	423	454	515	617	726
新增用户数（百万）		255	95	73	31	98	102	90
销售及营销费用(亿元）	36	45	85	113	163	273	398	507
获客成本（元/人）		18	90	155	526	279	390	704

拼多多	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
年活跃用户数量（百万）						245	419	585
新增用户数（百万）							174	167
营销/广告费用(亿元）						13	134	272
获客成本（元/人）							77	163

京东	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
年度活跃用户数量（百万）	29	47	97	155	227	293	305	362
新增用户数（百万）	29	18	49	58	72	66	12	57
营销/广告费用(亿元）	11	16	40	77	106	149	192	222
获客成本（元/人）	37	88	82	132	148	226	1502	392

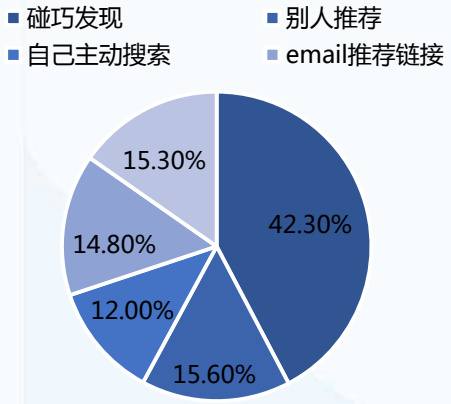
资料来源：公司公告，国泰君安证券研究 注：阿里FY2020对应2019.04-2020.03，以此类推；阿里FY2017、京东2018年获客成本异常高主要是因为当期新增用户数量较少导致。

01 社交电商实现搜索式购物到发现式购物的转化

- **新模式的出现推动用户购物模式发生变化。**传统零售中，用户按照AIDMA模式（注意-兴趣-欲望-记忆-行动）进行购物，而传统电商通过搜索提供与传统媒介完全不同的、主动、精准获取信息的可能性，进一步的，社交电商弱化了搜索，着重分享，消费者可作为发布信息的主体，与更多消费者分享信息，激发其他人购物兴趣。
- **社交电商实现搜索式购物到发现式购物的转化，用户倾向主动分享物品。**借助社交流量平台与熟人网络传播，社交购物用户“碰巧发现”和“别人推荐”获得信息占比近六成，远超主动搜索的12%，消费者逐渐由搜索制购物转向发现制购物。

图：社交电商时代用户购物模式发生变化

图：社交电商用户“发现式”占比近六成



资料来源：Vision Critical、艾瑞咨询，国泰君安证券研究

01 电商迭代始终与流量变化共振

- **电子商务的表现形式经历了从PC端到移动端，再到社交电商的三个阶段。**PC端时代的电子商务尚处起步阶段，存在较高的信息不对称性，法律法规不完善，劣质产品较多；智能手机将电子商务带入移动端时代后，解放了消费者对电脑的依赖，增加消费者碎片时间利用，在购物的便利性上显著提高；在流量增长放缓的背景下，社交电商深耕内容营销，围绕消费者需求展开，以直播和短视频带货的形式成为电子商务的新模式。

数据来源：国泰君安证券研究

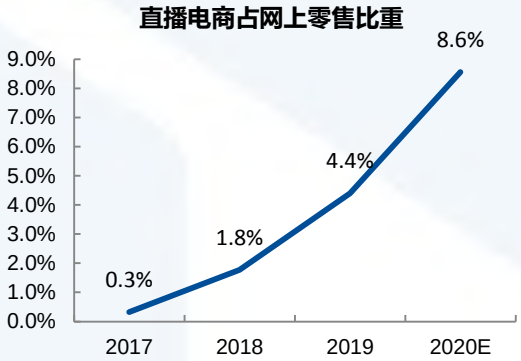
01 电商新模式背后是流量新入口的涌现

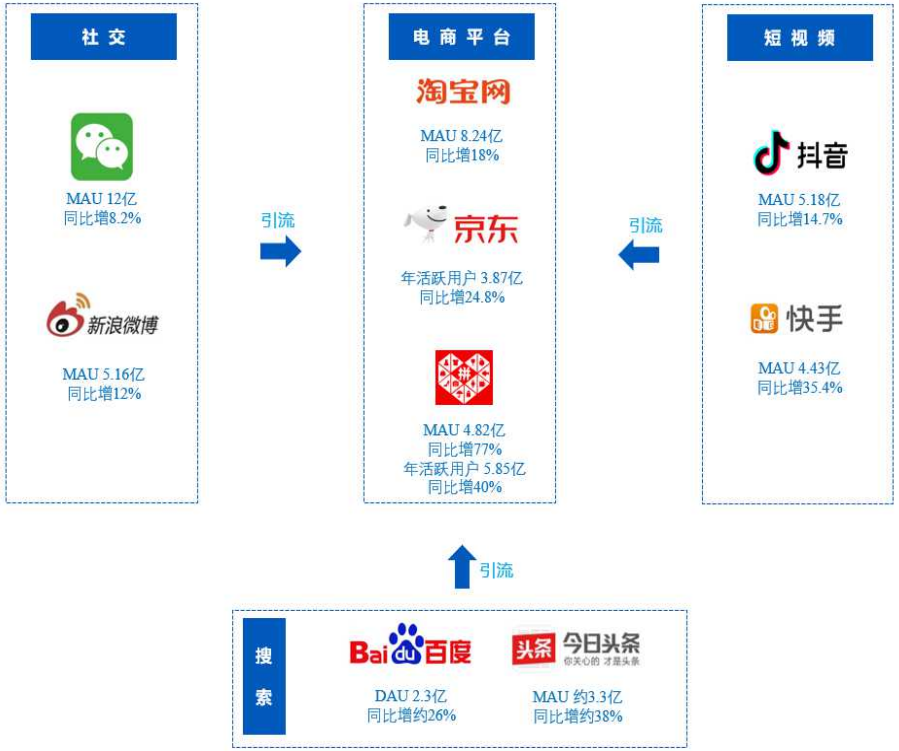
分类		特点	引流模式	主要目标用户	盈利模式	代表企业
熟人社交	社交拼购型电商	通过利益激励鼓励个人分享商 品链接推广商品，利用拼团低价吸引用户	社交网络+渠道下沉	全类型用户	广告收入	拼多多
	社交分享型电商	通过分享促进用户社交互动， 促进其消费刚需	内容分享	女性为主，中高消费人群	商品差价	礼物说
	社交零售型电商S2B2C	标准化微商： 平台承担商品供应、物流、售后；个人负责分销	人群利益链/朋友圈KOL	女性用户为主，有较强的社交圈	商品差价/注册费用	云集、贝店
	社区团购型电商	以社区为基础，降低用户获取、运营成本，提高供应链效率	社区关系链	家庭用户	商品差价	你我您，松鼠拼拼
网红电商	社区内容型电商	发现-购买-分享商业闭环，通过内容运营激发用户购买热情，同时更了解用户喜好	社区达人/名人发布，内容引流	年轻女性为主，有较高消费能力	商品差价/导流收入	小红书
	直播电商	流量为王，通过网红带货实现快速起量	网红直播/视频	年轻女性为主	商品差价/导流收入	抖音、快手、淘宝直播
专业推荐	内容型导购电商	优质社区内容获取流量，不参与商品流通，轻资产，通过导流及广告营销收费	工具+社区	男性占比高	导流收入/广告收入	什么值得买

资料来源：国泰君安证券研究

01 直播电商增势迅猛，新流量入口推动行业变革

- **内容营销时代，各电商平台有望从社交、短视频、搜索等新渠道获得增量流量。**伴随着内容型电商的兴起，以抖音、快手为代表的新型互联网APP成为流量新聚集地，活跃用户数快速增长。在社交、短视频、搜索等领域的流量通过KOL引流的方式流入淘宝、京东、拼多多等电商平台，带来了增量流量。以拼多多为例，其利用微信好友拼团、砍价的社交方式，实现了营销的裂变，截止2019年底，获得4.82亿月活跃用户，同比增加77%。





数据来源：国泰君安证券研究

02 阿里：从零售商向科技巨擘蜕变

02 阿里巴巴：核心电商地位稳固，创新业务加速脱变

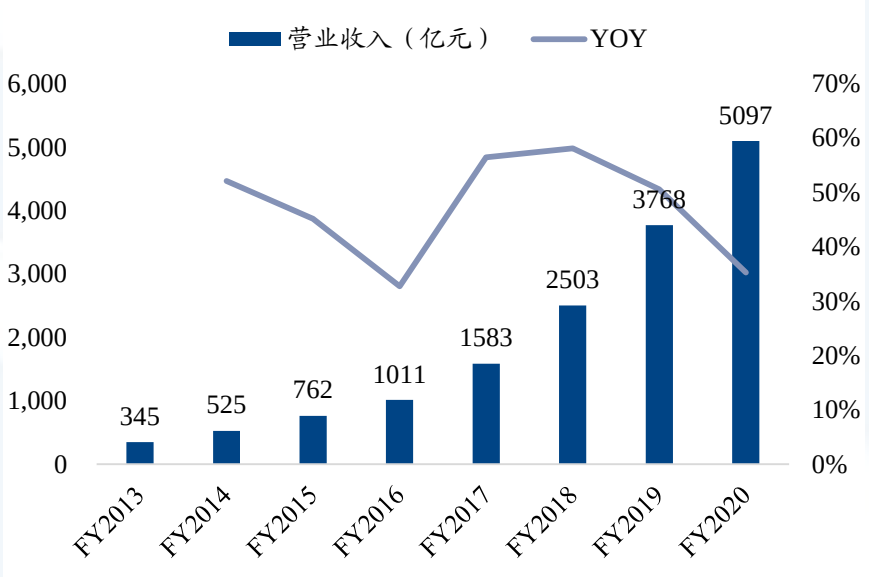
- **淘宝天猫笑傲电商江湖，流量护身内力深厚。**以淘宝和天猫为主的核心电商业务是阿里巴巴发展最坚实基础，在经历C2C淘宝崛起、大战击退EBay、率先升级B2C商城等多次重大变革后，当前淘宝、天猫已经牢牢占据了网购市场75%以上市场份额，国内拥有超过7亿高粘性、高变现用户群体，公司持续优化和创新营销手段，增加用户数和复购率，核心商业保持强劲，为创新业务提供坚强后盾。

- **新零售、新科技加速蜕变。**在核心零售业务强力支撑下，阿里继续加大面向未来投资，并在云计算、新零售、金融科技、物流、海外业务等多方面取得了相当成就。阿里云年营收超400亿且亏损率进一步收窄，新零售和本地服务稳步推进。向以技术为驱动源的多元化综合商业巨擘的持续转型，盈利有望再提速

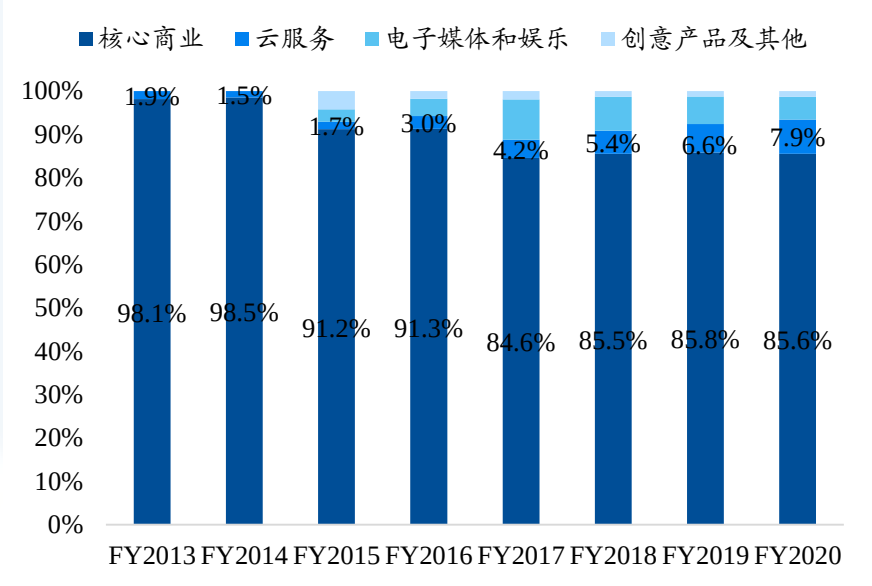
02 阿里巴巴：营收持续增长，创新业务占比提升

- 阿里巴巴营收持续高增长，从FY2013的345亿元增长到FY2020年的超过5000亿元，7年的复合增速接近47%；从业务结构来看，公司核心商业收入贡献超过85%，为公司的基本盘，而新业务收入占比也不断提升，阿里云营收占比提升尤为明显，创新业务为公司未来增长打开空间。

图：阿里FY2020营收超过5000亿元



图：创新业务营收占比不断提升

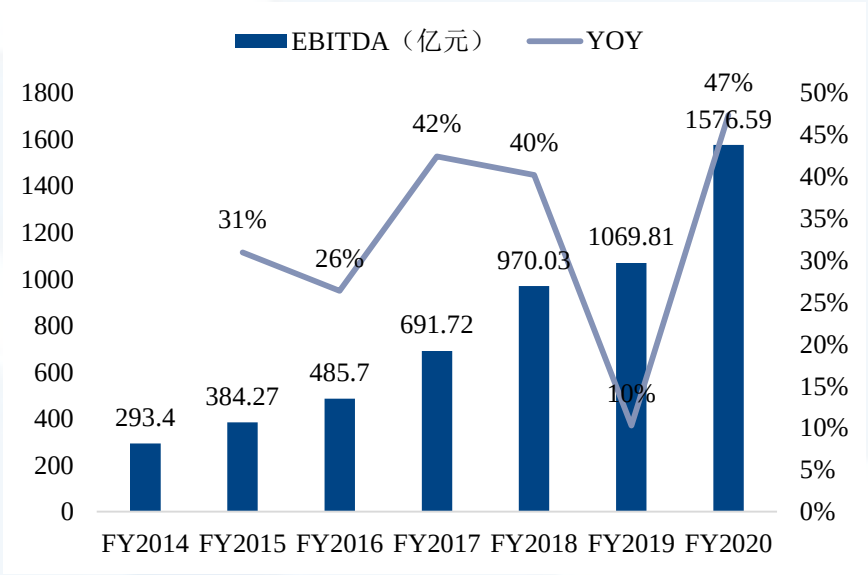


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

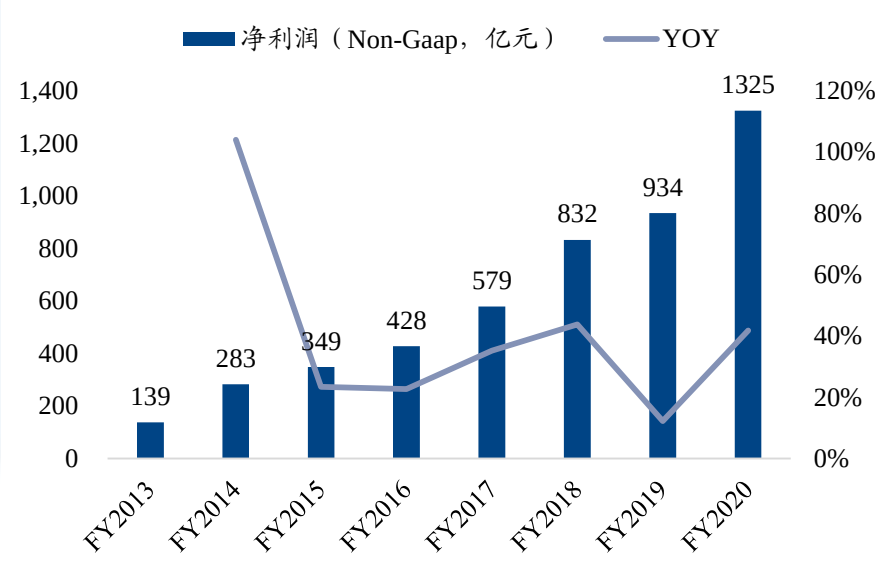
02 阿里巴巴：盈利能力强，为创新业务提供弹药

- 因为平台模式的轻资产属性，阿里巴巴盈利能力很强，增长也很快，FY2020 EBITDA超过1500亿元，Non-gaap下的净利润也达到了1325亿元，强大的盈利能力为创新业务的投入提供了充足的弹药。

图：阿里FY2020 EBITDA超过1500亿元



图：阿里净利润维持较快增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.1 核心商业：持续升级迭代，稳固龙头地位

公司核心商业的发展历程：从早期B2B贸易服务，衍生出C2C模式的淘宝聚焦流量，再到天猫B2C的品牌化升级。期间2004年成立支付宝、2009年成立阿里云、2013年成立菜鸟物流，搭建三大基础设施蓄力未来发展。2016年开启的新零售转型，又进入新一轮流量挖掘时期。

B2B阶段
1999-2003

阿里巴巴 1688.com

推出全球批发贸易和中国交易市场

免费模式抢占线上流量

C2C阶段
2003-2008

淘宝网 Taobao.com

2004年推出支付宝

2005年全资收购雅虎中国，雅虎获阿里35%的投票权

2007年在港联交所上市

线上流量变现品牌消费驱动

B2C阶段
2008-2014

天猫 TMALL.COM

2009年成立阿里云

2012年淘宝商城更名为天猫商城

2013年成立菜鸟物流

线上流量成本大于线下

新零售阶段
2016-至今

盒马

2015年重组蚂蚁金服，入股苏宁

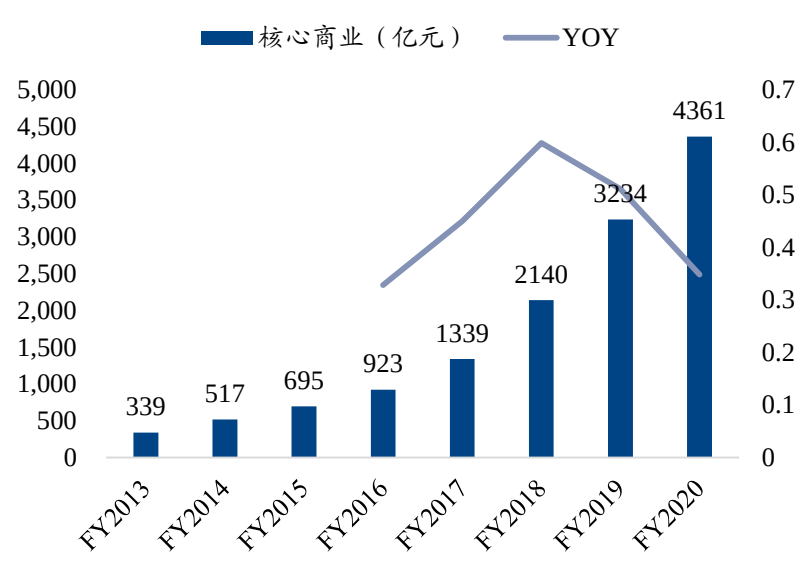
2016年提出新零售概念，先后增持银泰，入股三江、联华、新华都、高鑫零售，与大润发深度合作

2018年全资收购中天微与饿了么

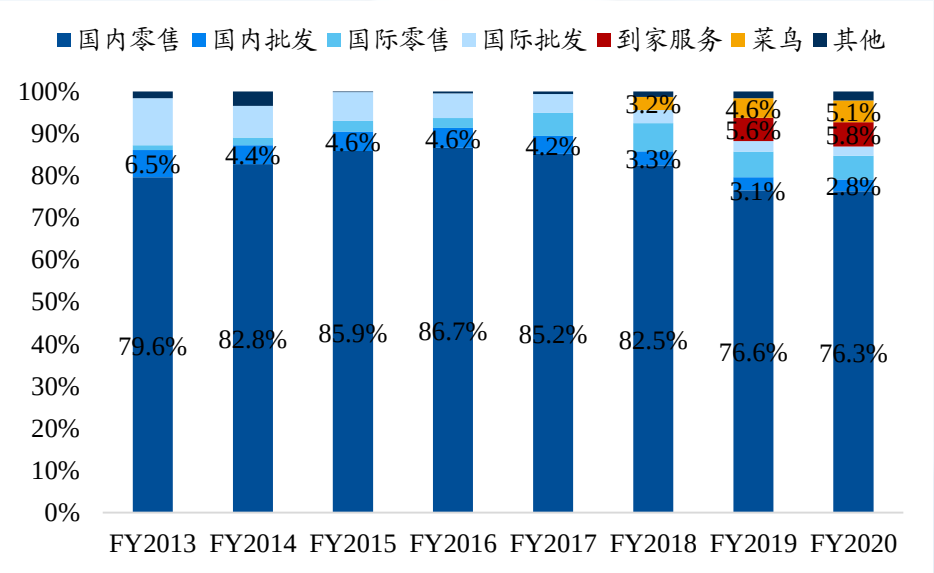
2.1 核心商业：最强增长引擎，国内零售占比最大

- 核心商业是阿里巴巴近些年发展的最强引擎，得益于平台交易规模的提升和货币化率的提升，公司核心商业营收也快速增长，到FY2020超过4000亿元，其中国内零售占比达到76%，主要是客户管理收入（一半以上）、佣金收入（两成以上）、新零售及其他（两成以上，目前处于探索阶段，收入体量较大但利润贡献小）

图：阿里核心商业为公司增长最强引擎



图：阿里核心商业国内零售占比近八成

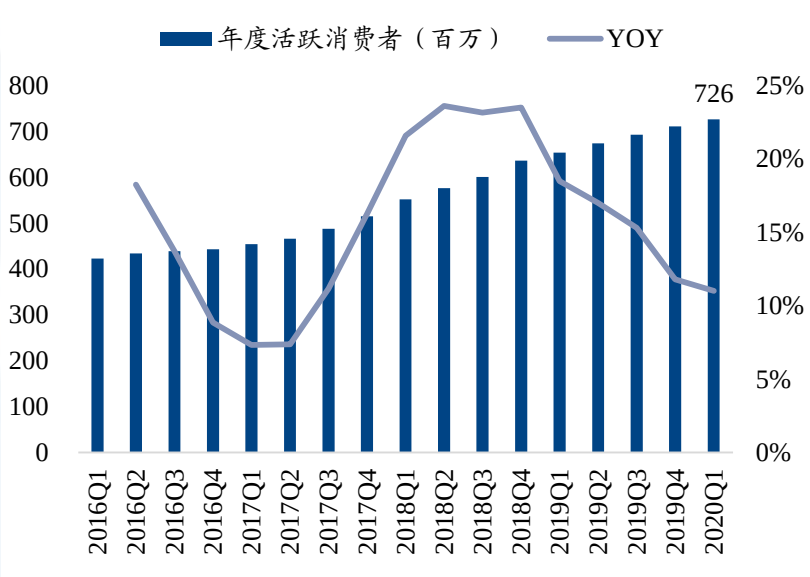


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

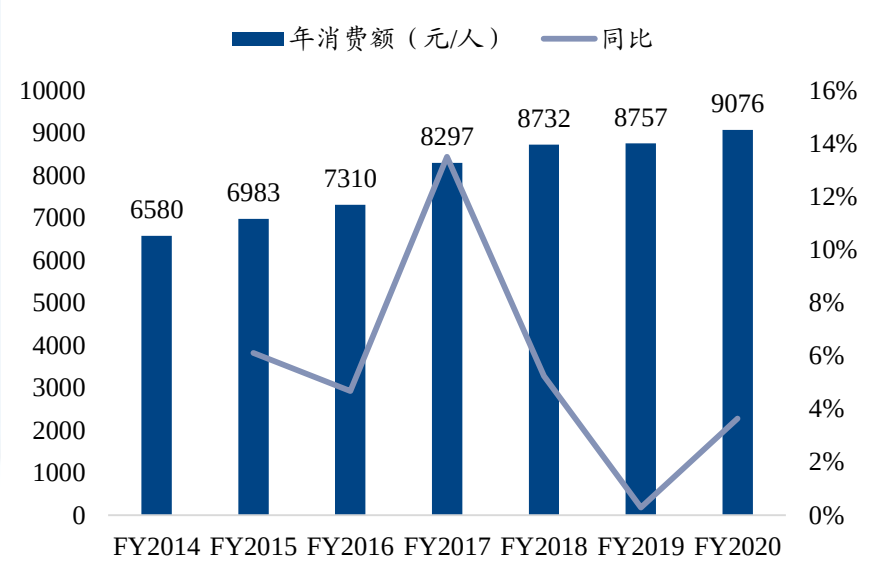
2.1 核心商业：用户数量稳步增长，黏性强消费额高

- 阿里始终紧跟时代，从C2C到B2C，从PC时代到移动互联网，从传统电商到社交电商，阿里不断升级迭代平台，也使得用户数持续增长，截止2020年3月，年度活跃买家数超过7亿；同时阿里作为国内电商龙头，用户信任度高，粘性强，复购率高，也使得用户年度消费额持续提升，并且遥遥领先同行，FY2020超过9000元。

图：阿里年活跃消费者超过7亿人



图：阿里国内消费者年度消费额持续提升

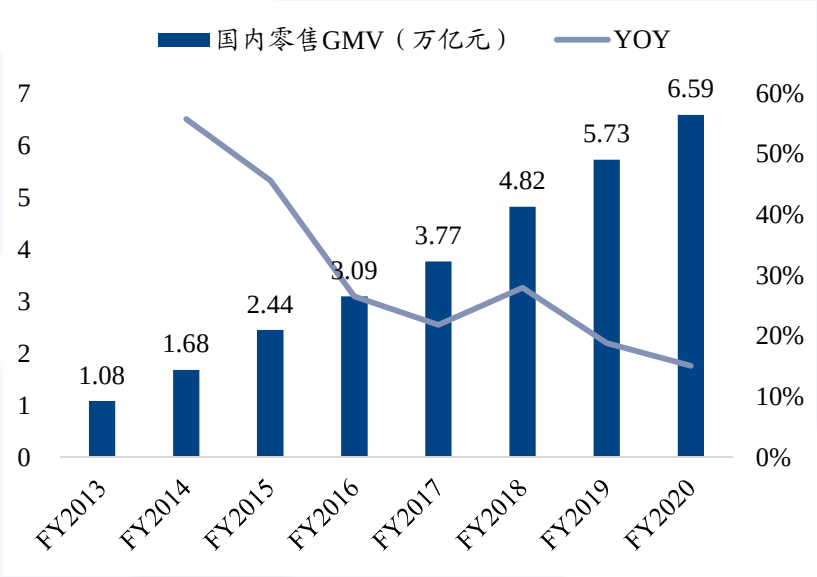


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

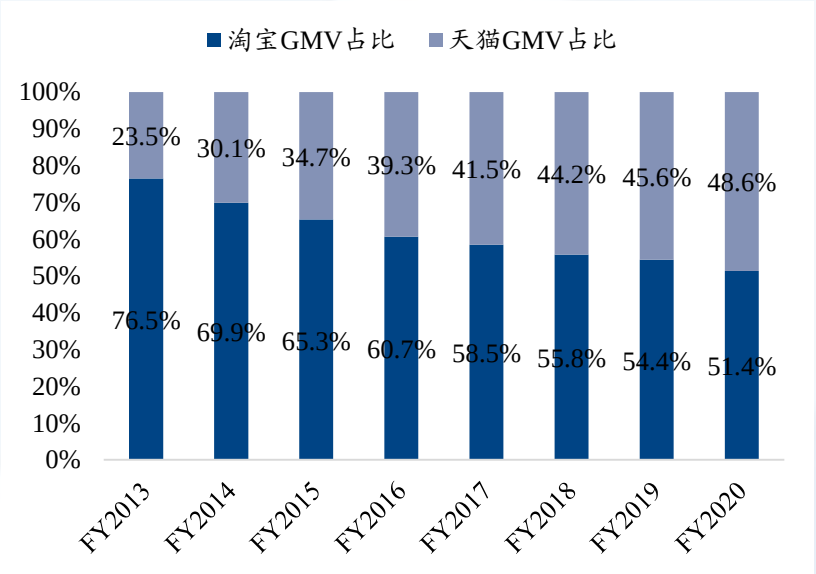
2.1 核心商业：GMV体量绝对领先，天猫占比不断提升

- 随着用户数和年度消费的持续提升，阿里国内零售GMV也水涨船高，从FY2013的1万亿增长到FY2020的6.6万亿；从结构上看，天猫占比不断提升，到FY2020已经接近一半。

图：阿里国内零售GMV超过6.5万亿



图：天猫GMV占比持续提升



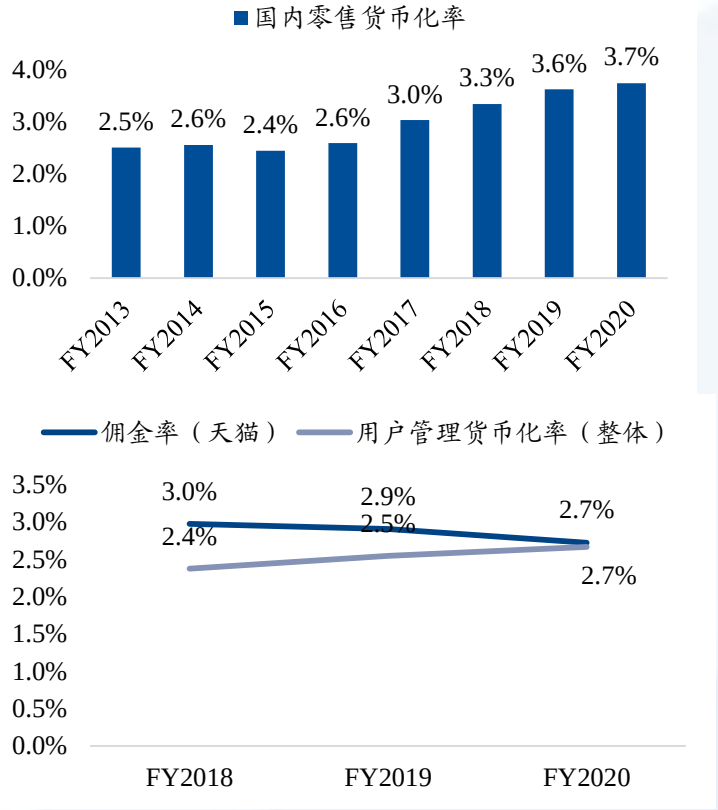
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.1 核心商业：货币化率持续提升，仍有提升潜力

- 阿里国内货币化率持续提升，使得国内零售营收增速高于GMV增长，而货币化率的提升主要得以于天猫占比的提升（天猫有佣金，淘宝没有）和用户管理（广告）货币化率的提升。未来阿里货币化率仍有提升的潜力，一方面天猫占比的提升会增加佣金收入，另一方面，阿里平台国内龙头定位巩固，并且不断推出展示效果更好的工具，是的商家投入广告的意愿增加。

图：阿里国内零售主要收费方式

收费项目		收费模式
广告推广收入	广告展示	按固定价格或竞价CPM收取广告展示费
	淘客	按交易额比例向淘宝和天猫的卖家收取佣金
	P4P直通车	在淘宝搜索页的竞价排名，按CPC计费
	聚划算排位费	卖家购买聚划算的促销页面费
交易佣金		天猫和聚划算的卖家，对于通过支付宝的每一笔费用，需要支付交易额的0.4-5%的佣金。
淘宝旺铺费用		每月收取固定费用，同时店铺软件业提供收费工具以帮助店铺升级。

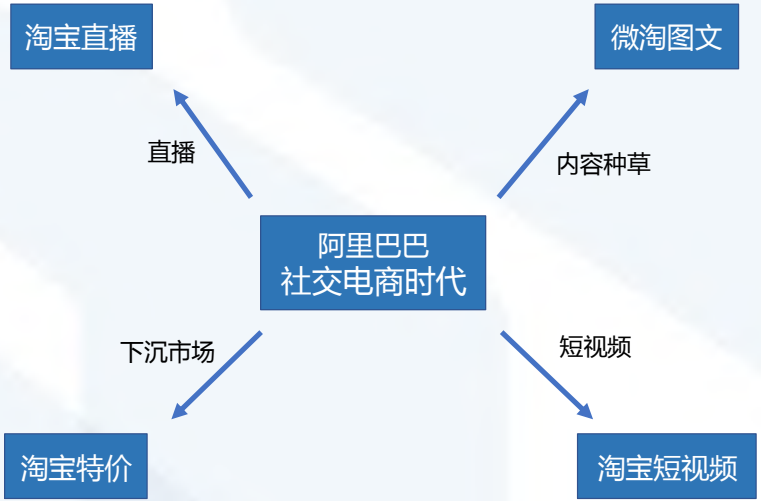


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

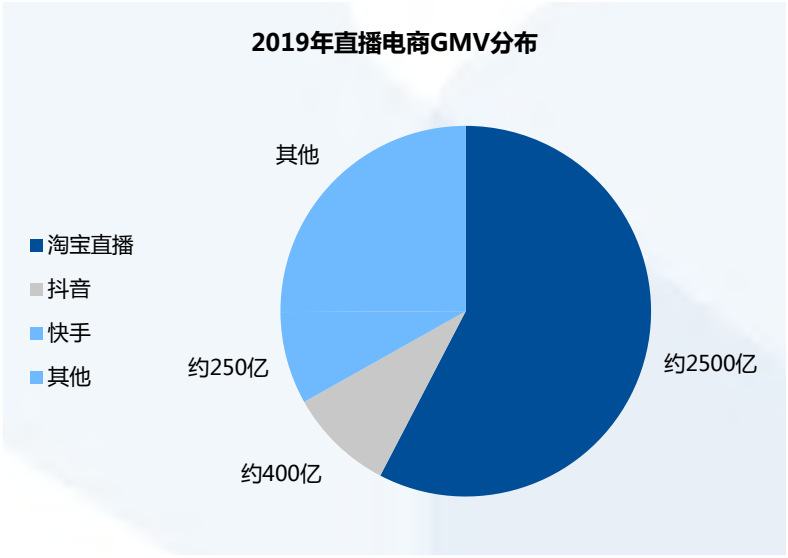
2.1 核心商业：顺应时代积极创新，社交时代拥抱内容营销

- 阿里巴巴拥抱内容营销，从“人找货”转变为“货找人”。阿里巴巴在内容场景上通过有好货、微淘、淘宝直播以及短视频等内容场景实现购前、购中、购后的完整覆盖。阿里妈妈在P4P、直通车、钻展的基础上推出超级推荐，以期缩短品牌传播到销售转化的链路。同时推出淘宝特价，以C2M对接工厂，加速下沉市场扩张据淘榜单。淘宝直播自2018年1月至今在淘宝平台上的渗透率逐渐提升，淘宝直播促成的整体成交总额已连续三年以每年超过150%的幅度增长。

图：阿里在社交电商时代致力于实现内容场景全覆盖



图：淘宝直播占据直播电商市场半壁江山

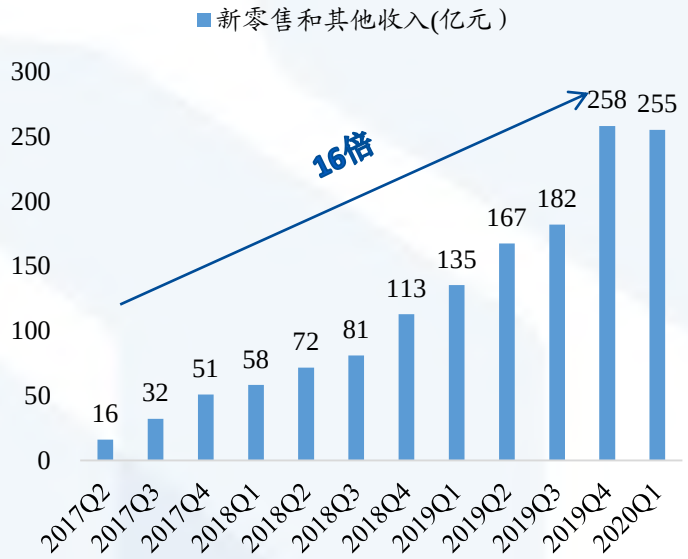


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.1 核心商业：新零售星辰大海，阿里领航前行

- 阿里巴巴提出新零售旨在挖掘空间更大的线下市场，发展迅猛，新零售及其他收入（主要是天猫超市及进口等业务）FY2020同比增长115%达到862亿元，2020Q1单季度营收规模达到2017Q2的16倍。截止2020年3月，盒马门店数量达到207家，2020Q1线上GMV占比超过60%，比2019Q1同比+10 pct。

图：阿里的新零售和其他收入快速增长



图：阿里主导新零售进程

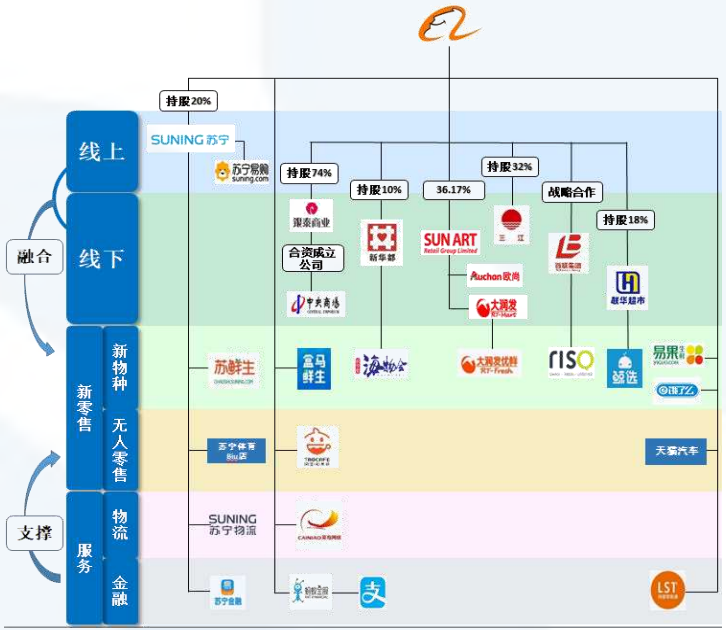
入股公司	时间	入股价格(元)	股权比例	总金额	入股逻辑
银泰商业	2014/3/31	7.5335港元	9.9%	53.67亿港币（16.51亿港币收购9.9%股权+37.06亿港币认购可换股债券）	与银泰商业共同发展线上到线下（O2O）业务，打通销售平台、共享会员体系
	2016/6/29	7.1309港元	27.8%	将持有可转债全部换股，共约38.16亿港元	
	2017/1/10	10.00港元	73.7%	198亿港元	双方深入合作，探索新的发展机遇及实施长期发展策略。
苏宁云商	2015/8/11	15.23	19.99%	283亿元	协同各自在用户、商品、服务、技术等方面的资源，创新O2O商业的升级发展，提升商品与服务的用户体验，提升商户和供应链的运营效率。
三江购物	2016/11/19	11.44	32%	以签订受让协议、认购定增股票、可交换债券等方式累计投资21.5亿元	三江购物拥有布局广泛的线下门店网络及丰富的零售门店运营经验，将利用阿里巴巴丰富的电子商务及互联网运营资源，发挥双方在采购、渠道、物流、经营方面的优势，推动资源整合，拓展全渠道业务。
联华超市	2017/5/26	-	18%	和易果生鲜签订股权转让书，受让联华超市18%内资股股权。	全面推进新零售的创新转型发展，全面实施供应链体系建设、全面建设新型终端模式。
新华都	2017/9/27	-	5%	协议受让3422.8万股，未公开转让价格，若以上一收盘价8.11元估算约为5.55亿	进行资源互补，共享各自供应链优势和零售业务转型升级等方面开展业务合作
高鑫零售	2017/11/20	6.5港元	36.16%	224亿港币	通过结合阿里巴巴、欧尚及卖方三家公司的资源，使业务受益于阿里的数字生态系统，将高鑫零售的店铺电子化、引入新零售解决方案

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.1 核心商业：新零售星辰大海，阿里领航前行

- 阿里巴巴的新零售布局触达各个领域，从盒马到百货，再到本地生活、家居商场等等，核心在于通过线上升级线下，提升线下经营效率，实现线上线下融合一体化。

图：阿里新零售广泛布局



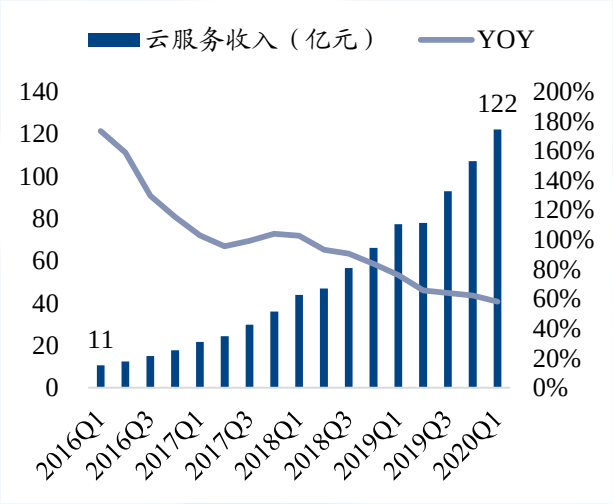
图：阿里新零售八路纵深

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

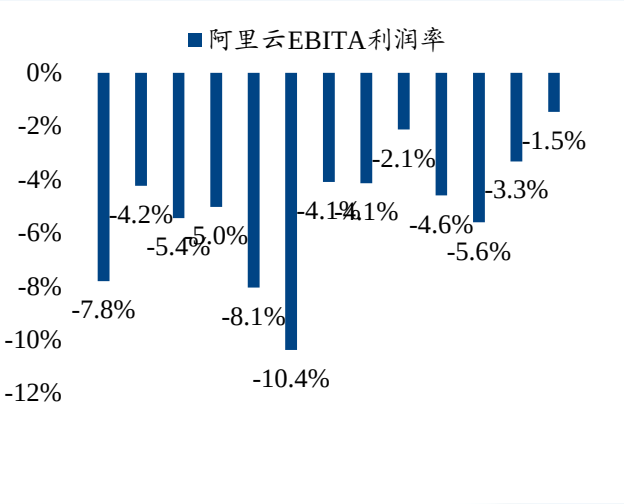
2.2 阿里云：新科技时代排头兵，打开未来成长空间

- 阿里云成立于2009年，经过10年的发展，阿里云已经成为国内公有云市场绝对的龙头，占有近一半的市场份额。FY2020云计算业务收入增长62%至400亿元，连续两个季度营收超过100亿元，主要得益于公共云与混合云业务的双双增长，单季度营收122亿元，EBITA亏损1.79亿元，亏损率1.5%，FY2019Q4-FY2020Q3亏损率分别是2.1%/4.6%/5.6%/3.3%，亏损率进一步收窄。云计算前期投入巨大，但规模效应很明显，后期盈利能力才很强，参照亚马逊的发展，阿里云有望再未来打开阿里的成长空间。

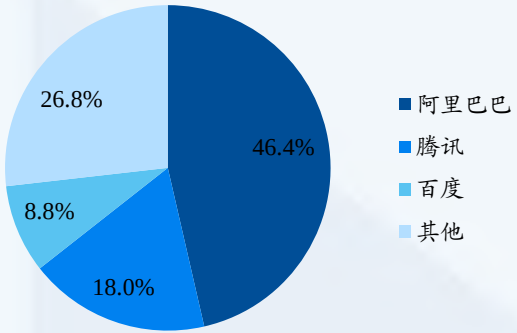
图：阿里云收入规模持续高增长



图：阿里云EBITDA亏损率逐步收窄



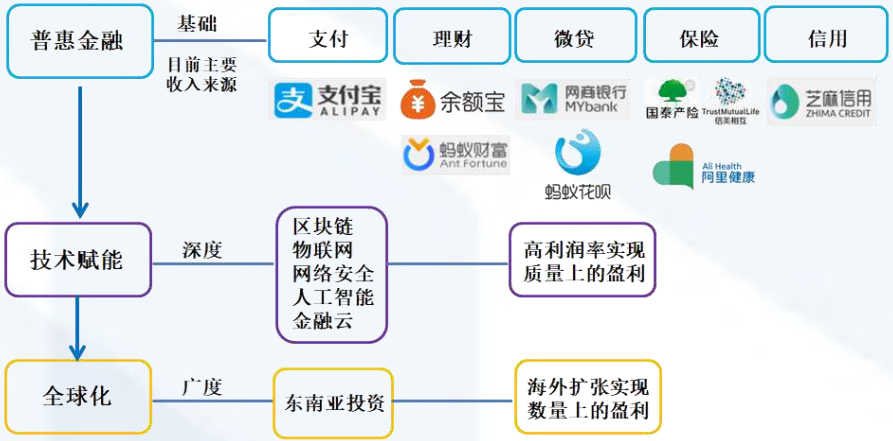
图：国内公有云市场阿里云优势明显（2019Q4）

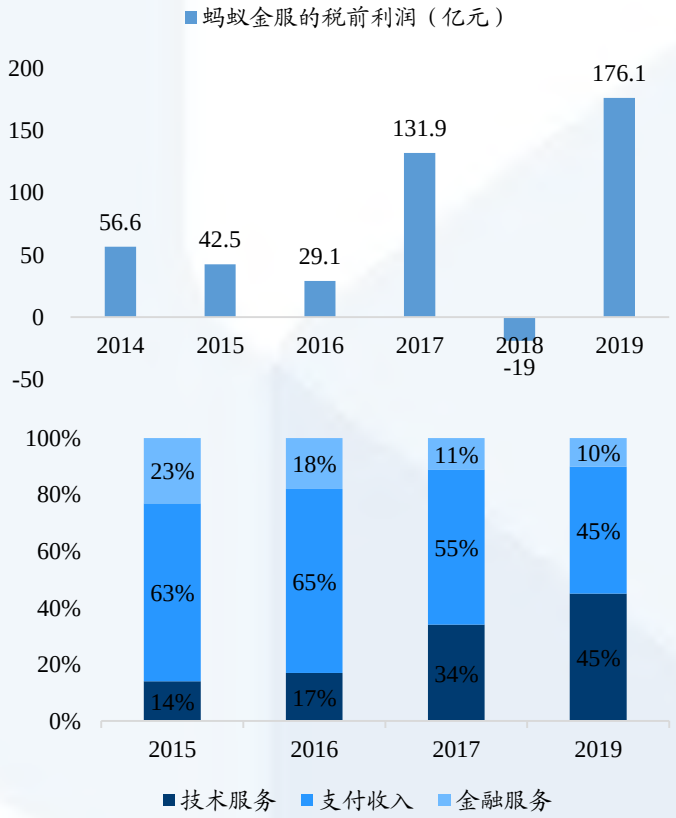


2.3 蚂蚁金服：从支付平台向互金巨头的华丽转身

- 阿里巴巴拥有蚂蚁金服33%的股权，蚂蚁金服从支付宝起家，目前已经成长为一家年利润破百亿、业务覆盖金融全产业链的互金巨头，根据公开信息，蚂蚁金服在一级市场的估值已经超过万亿人民币。蚂蚁金服一方面为阿里零售业务提供交易保障，另一方面也与阿里其他平台实现流量互通，协同效果显著。

图：蚂蚁金服打造全产业链的生态闭环





数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

03

京东：组织升级效率提升，开放服务潜力大

03 京东：持续丰富品类，铸就国内B2C龙头

- 2007年6月，网站正式更名为京东商城
- 2008年10月，上线日用百货类商品，向综合性电商转型，之后进军旅游、电子书刊等虚拟产品
- 2010年末，京东图书上线，12月，开放团购频道

- 2010年10月，上线POP平台，开展第三方业务。当年就有包括依波表、飞亚达、佐丹奴、皮尔卡丹、乐高、迪斯尼等超过500个品牌，近10万种商品入驻京东商城。主要集中在服饰、家居、母婴、钟表等领域。
- 2014年，京东平台服装业务快速发展，众多国际品牌入驻京东，，服装和化妆品品类发展迅猛。
- 2014年，2月推出京东白条，5月在纳斯达克上市

GAP GUERLAIN PARIS

- 2015年，4月全球购上线，10月与腾讯推出“京腾计划”
- 2016年，4月京东到家达达合并，6月与沃尔玛达成战略合作
- 2017年8月起，太平鸟、江南布衣、韩都衣舍等 44 家服饰品牌已陆续关闭京东旗舰店，主要受平台竞争影响。
- 2017年，国际大牌例如美国时尚服装服饰品牌Bebe和英国知名皮包品牌Cambridge Satchel等纷纷入住，时尚、奢侈品品类迎来爆发

京东物流 JD Logistics 7FRESH

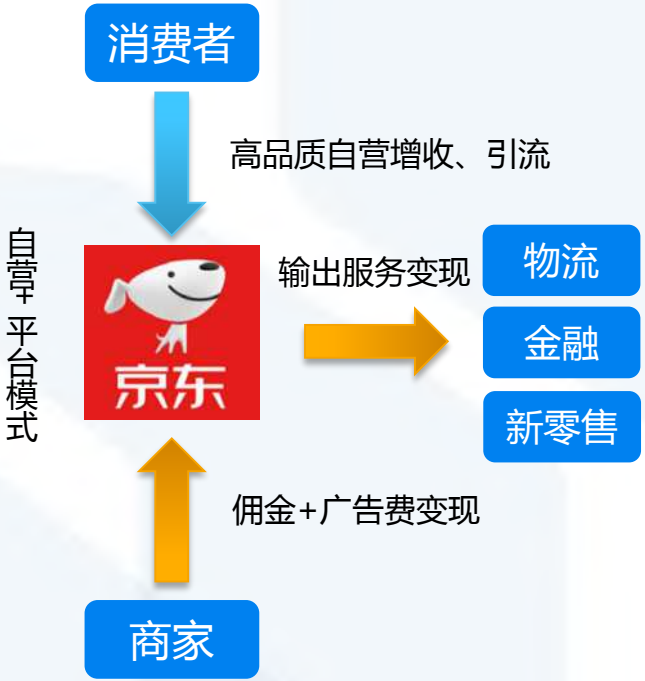
- 2017年，京东物流对外开放
- 2017年，与腾讯联手收购唯品会12.5%股权，持股5.5%
- 2017年，7FRESH开业
- 2018年，与腾讯联手收购步步高11%股份，占5%
- 2019年，京东组织架构调整。围绕以客户为中心，划分为前中后台。
- 2020年6月，京东回归港股上市

韩都衣舍 HANDU.COM PEACEBIRD 太平鸟

资料来源：公司公告，公司官网，国泰君安证券研究

03 京东：自营为核心，服务变现，打造零售生态圈

图：京东通过高品质自营为核心，服务变现



图：以B2C电商为核心的相互协同的零售生态圈

资料来源：国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明

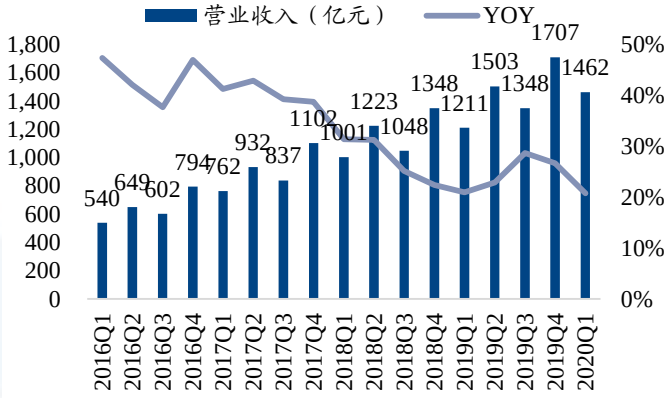
03 京东：小集团、大业务，架构调整全面升级

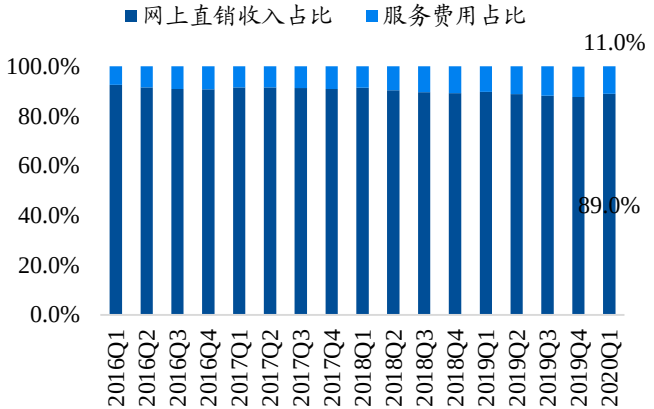
京东零售子集团		
前台部门	中台部门	后台部门
拼购事业部	3C电子及消费品零售事业群	CEO办公室
平台运营事业部	生活服务事业群	人力资源部
7- FRESH	时尚居家平台事业群	财务部
新通路事业部	技术中台和数据中台	
拍拍二手车业务部	商城用户体验设计部	
	商城市场部（统一支持）	

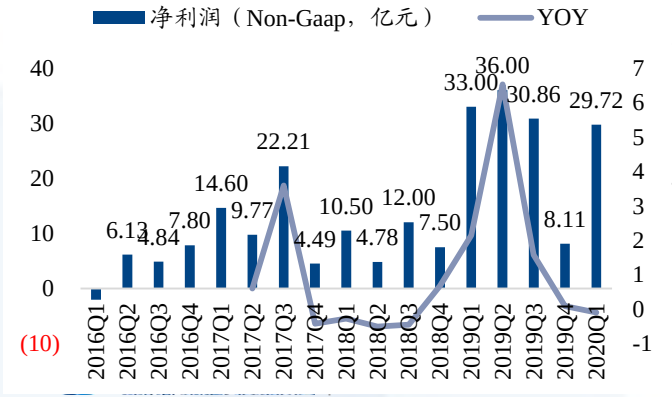
- **小集团，大业务，三驾马车齐头并进，向全零售形态升级。**面对电商流量红利殆尽的挑战，京东积极推动“小集团，大业务”的转型，目的在于盘活资源、发挥组织活力，为多元业务的发展保驾护航，实现持续性增长。其中京东商城升级为零售子集团，未来京东将呈现京东零售、京东物流、京东数字科技三驾马车齐头并进的态势。
- **京东商城以客户为中心调整组织架构，突出中台力量。**2018年12月，公司宣布进行组织架构调整，京东商城将划分为前中后台，此次架构调整有利于中台提炼各个业务条线的共性需求，避免重复劳动，提高解决效率。同时，新设的拼购业务部将社交电商业务提升到新的战略高度，也说明公司未来或将在社交电商领域持续发力。

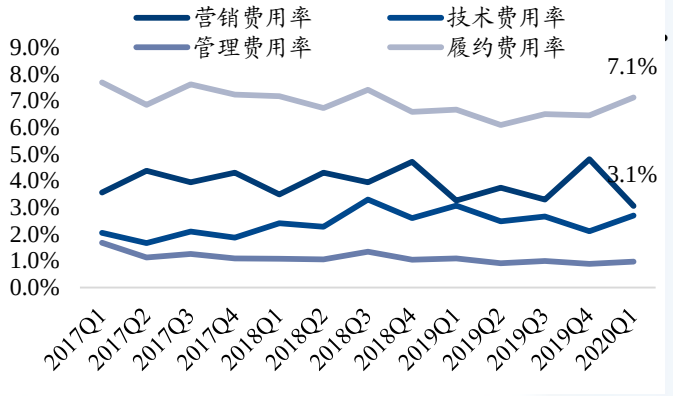
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

03 京东：服务收入占比不断提升，盈利能力持续改善







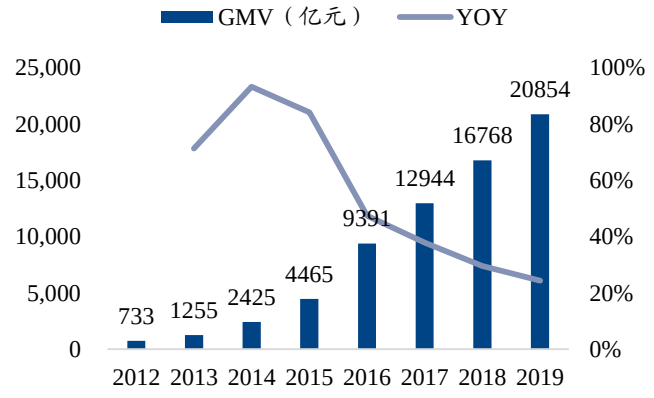


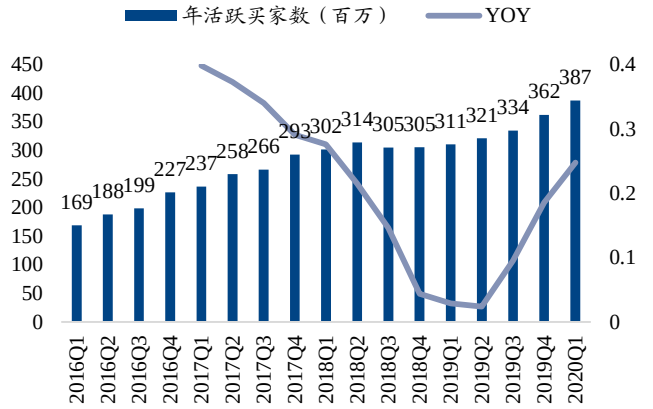
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

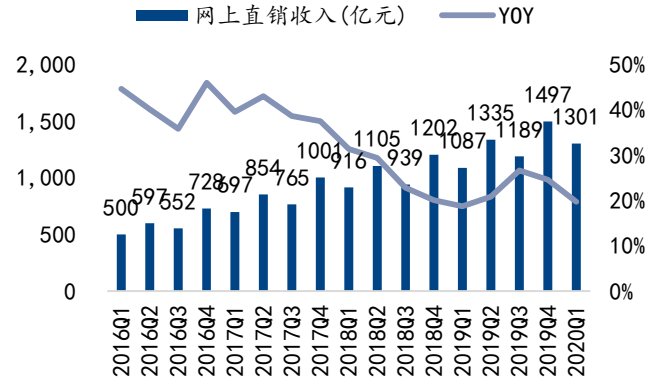
公司2019全年净营收5769亿元，同比增长24.9%，其中网上直销收入/服务收入分别为5107/662亿元，同比+22.7%/+44.2%，Non-GAAP归母净利润107亿元，同比增长211%。2019公司毛利率14.6%，同比上升0.37pct，NON-GAAP经营利润89亿元，经营利润率1.5%，同比+1.13pct。公司2019履约费率6.4%，同比-0.5pct，主要为开放物流利用率和员工生产力提高带来的规模经济所致。

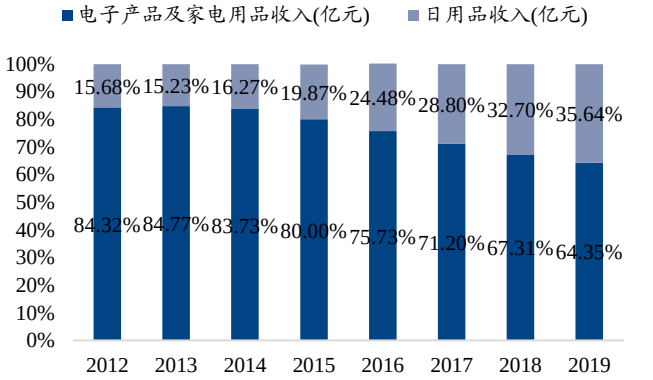
2020Q1净收入1462亿元，同比+20.7%；其中网上直销收入/服务收入分别为1300/161亿元，同比+20%/+30%；其中物流及其他收入同比+54%至64亿元。 2020Q1公司毛利率15.4%，同比提升0.38pct；京东零售经营利润率3.2%，同比提升0.5 pct；NON-GAAP经营利润率2.2%，同比+0.6 pct。

03 电商：GMV稳步增长，用户增速回升，结构持续优化









公司2019全年GMV达2.1万亿元，同比增长24.4%，年活跃买家数达到3.62亿，环比大幅增长2760万，创12个季度最大增幅，新增用户中三至六线城市占比超70%。C2M产品获消费者青睐，下沉市场进展喜人，双11期间反向定制个人电脑销量同比+490%，京东到家三四线城市的销售额同比增长5.7倍。

2020Q1年活跃买家数达到3.87亿，环比增长2500万，同比+25%，3月京东移动端日均用户数同比+46%。2020Q1日用百货等生活必需品销售净收入525亿元，同比+38%，线上成交额禽肉蛋品同比+301%，蔬菜同比增长207%；低线市场增速迅猛，生鲜产品订单量同比+230%。

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

03 物流：自建构筑核心竞争力

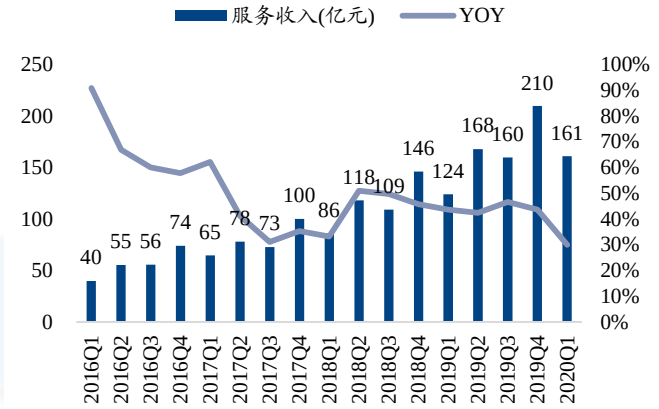
- 截至2020Q1，京东运营730+仓库，仓储总面积约1700万平方米（包括云仓），已在中国17个城市建立亚洲一号仓库，位居国内之首，实现了在中国大陆地区所有行政区县全覆盖（2854个）。京东物流最大的优势在于配送速度和服务体验，伴随消费者对于配送速度和服务要求不断提高，优势将进一步凸显，是京东电商业务稳步向上发展的重要推动力。

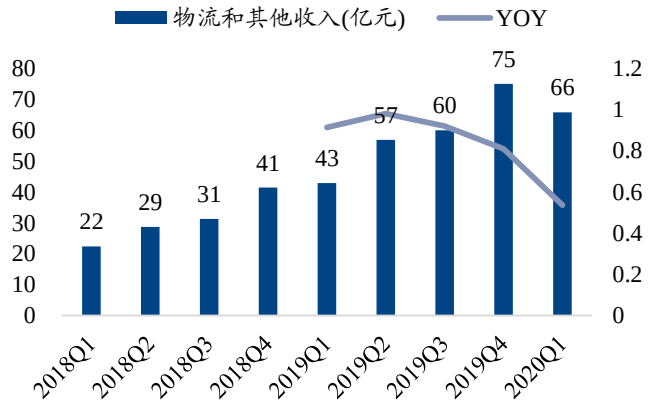
图：京东物流仓储面积、配送范围和时效优势明显

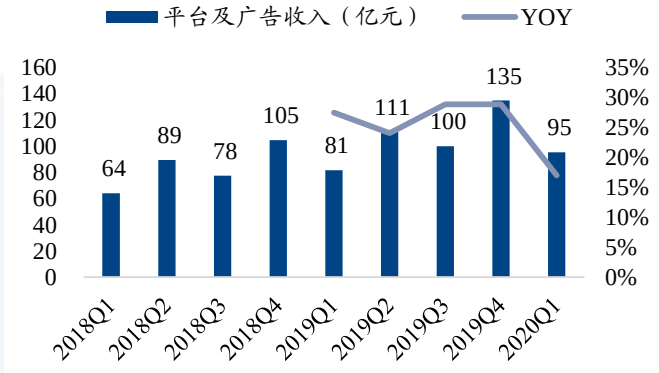
代表企业	仓储面积及配送范围	配送服务	优势和特点
京东	1700万平方米（2020/03/31） 拥有大型仓库730个，大、中、小件物流体系实现了在中国大陆地区所有行政区县全覆盖（2854个）	当日达、次日达服务覆盖1410个城乡地区，在250个城市实现了收货时间段精确在2小时内，在19个城市可精准到30分钟内	1. 布局最早，仓储面积最大 2. 配送效率高，用户体验好 3. 仓储及配送智能化程度高 4. 社会化运营成效显著
苏宁	1210万平方米（2018/12/31） 拥有快递网点达到 2.6万个，覆盖全国351个地级城市、2858个区县城市，在44个城市投入运营57个物流基地	在全国各大城市开展并在全国 20 多个城市上线“小件即时配”、8 个城市上线“大件准时达”、“2 小时上门取件”等服务产品 “送装一体”服务范围扩展到全国135个城市	1. 线下门店数量众多，以店代仓，缩短物理距离 2. 配送速度快，用户满意度高 3. 持续资金收入，发展迅猛 4. 跨境供应链完善 5. 收购天天快递，接入菜鸟网络，社会化运营有望成为新增长点
菜鸟	1000万平米（2018年底） 已覆盖全国2700多个县区以及224个国家及地区，609万条专业路线，合作运输车超过23万辆，接入快递员超过300万	当次日达超1500区县（2018年底）	1. 协同多家传统快递公司，覆盖范围广，配送能力强 2. “天网”“地网”协同融合，数据来源广，分析能力强 3. 背靠阿里，投入巨大而持续

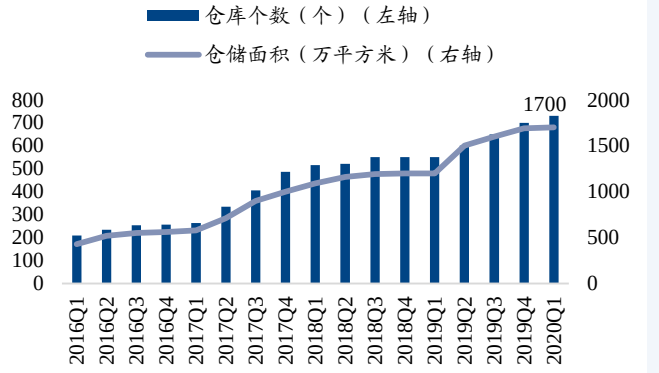
资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

03 开放服务：打开成长空间









- 京东明确自身定位于“以零售为基础的技术和服务企业”，将可盈利、可持续作为业务梳理和新业务拓展的价值导向。2019京东服务收入同比+44.2%达到662亿元，占比提升至11.5%，其中物流及其他收入同比+89.6%至235亿元。
- 2020Q1京东服务收入同比+30%达到161亿元，其中物流及其他收入同比+54%至64亿元。

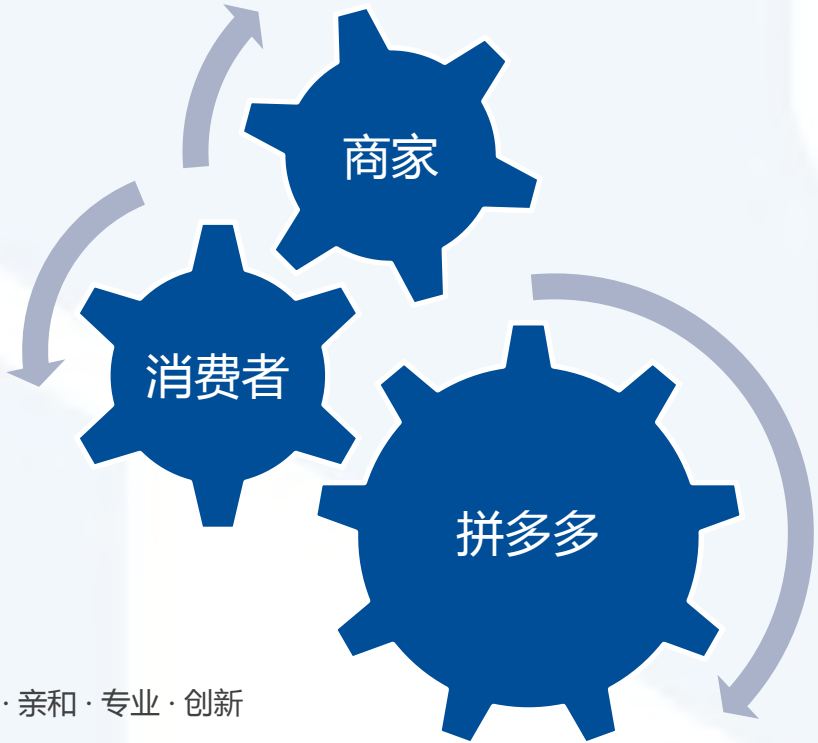
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

04

拼多多：获客先行，高性价比为核

04 拼多多：高性价比为核，实现消费者和商家的良性循环

- 更多的用户带来的规模优势使得工厂生产成本进一步降低，同时用户数据可以帮助更好的设计新品

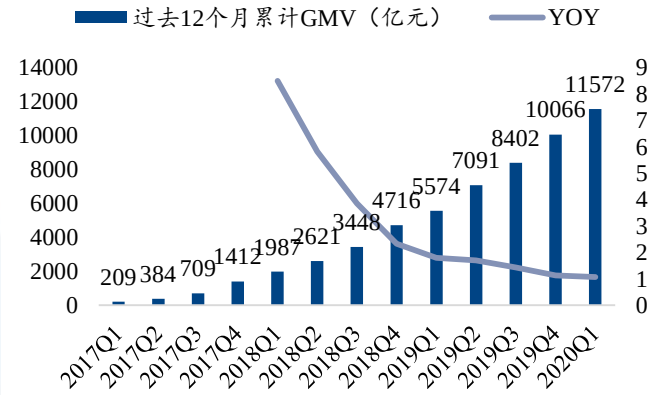


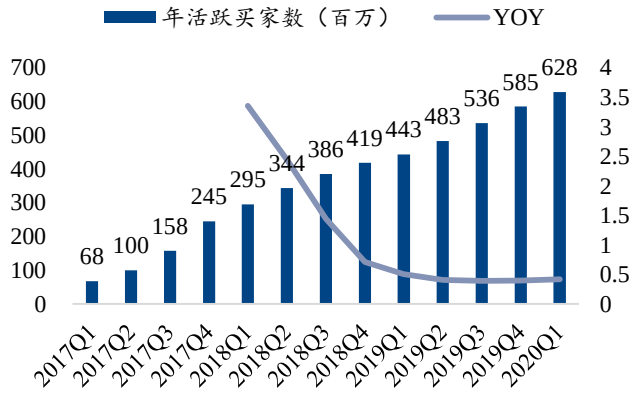
- 高性价比是消费者在拼多度消费的核心因素，同时发现式的购物体验对于激发用户消费欲望有很大作用

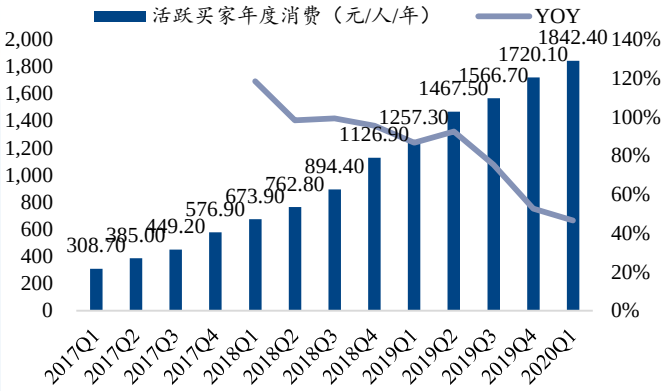
- 拼多多致力于为更多人提供高性价比的产品，通过补贴、扩品等多种方法吸引用户，而能做到高性价比的原因在于对于供给侧的改革，少SKU大爆品策略&低品牌费用使得工厂成本更低

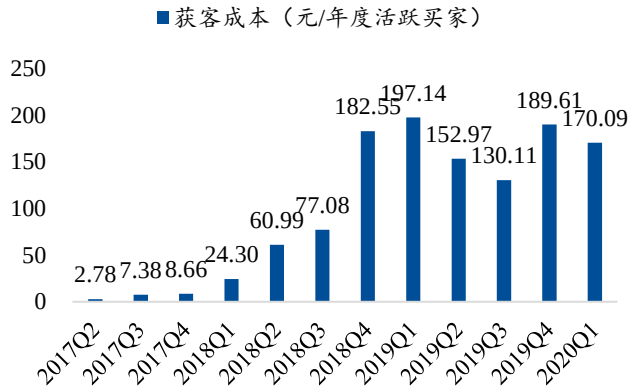
资料来源：国泰君安证券研究

04 拼多多：用户数、GMV不断创新高，加强品控提升黏性









数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

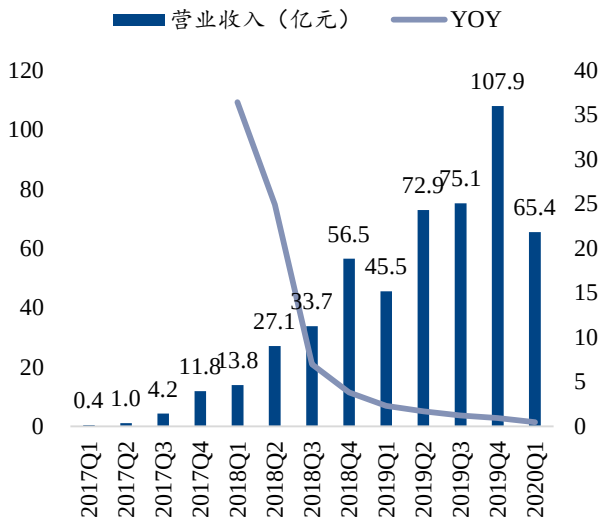
拼多多致力于为更多人提供高性价比的产品，通过补贴、扩品等多种方法吸引用户，用户数量持续增长；同时加强品控和合作，提升用户信任，年度消费也不断提升，GMV仍有提升空间，从而推动营收增长和盈利改善。

公司2019Q2-2020Q1合计GMV 1.16万亿，2020Q1单季度GMV3026亿元；APP平均月活4.87亿，同比+68.2%，环比+590万；年度活跃买家达6.28亿，同比+41.7%，环比+4290万；每位活跃买家年度支出为1842元，同比+46.5%，环比+122元，系用户购买高客单价产品增加所致。拼多多实际补贴力度超过百亿，并通过农货直播，旅游直播等直播方式吸引用户。公司主动关闭超8.8万家涉嫌违法违规店铺，在满足用户对折扣的需求后进一步满足对质量的需求；数位县长市长亲自直播，加大用户信任。

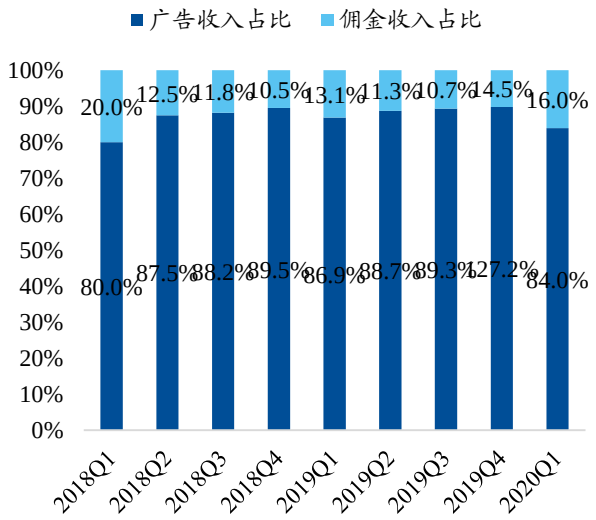
04 拼多多：广告收入为核心，货币化率较为稳定

- GMV的快速增长也推动公司营收高速增长，2019年全年公司营收301.42亿元，同比+129.7%，2020Q1营收65.41亿元，同比+43.9%，其中：在线营销服务收入54.92亿元，同比+39%；交易服务收入10.49亿元，同比+76%。公司货币化率较为稳定，多个季度保持在3%左右，相较于同行业仍有提升空间。

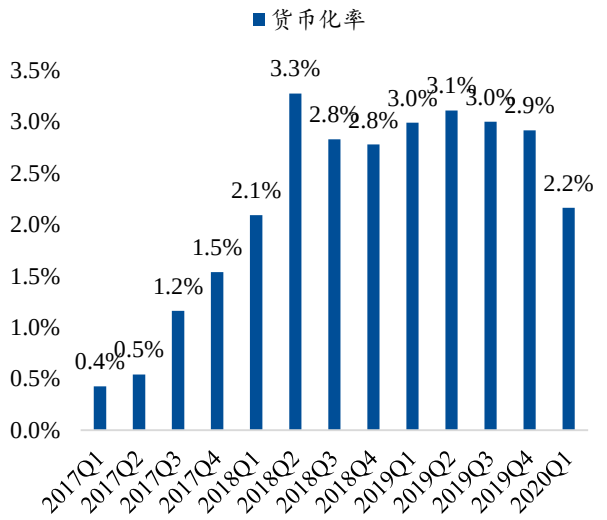
图：拼多多营收快速增长



图：拼多多主要收入来自广告



图：拼多多货币化率较为稳定

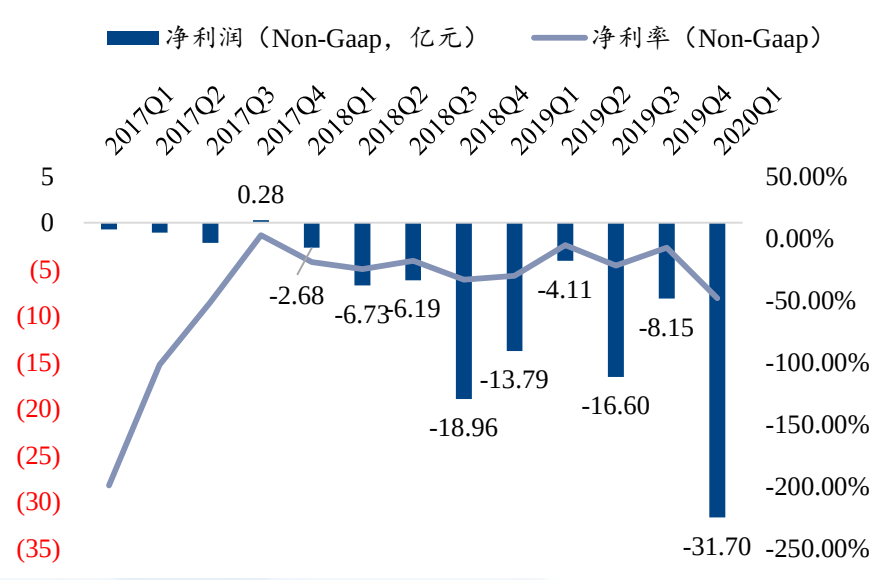


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

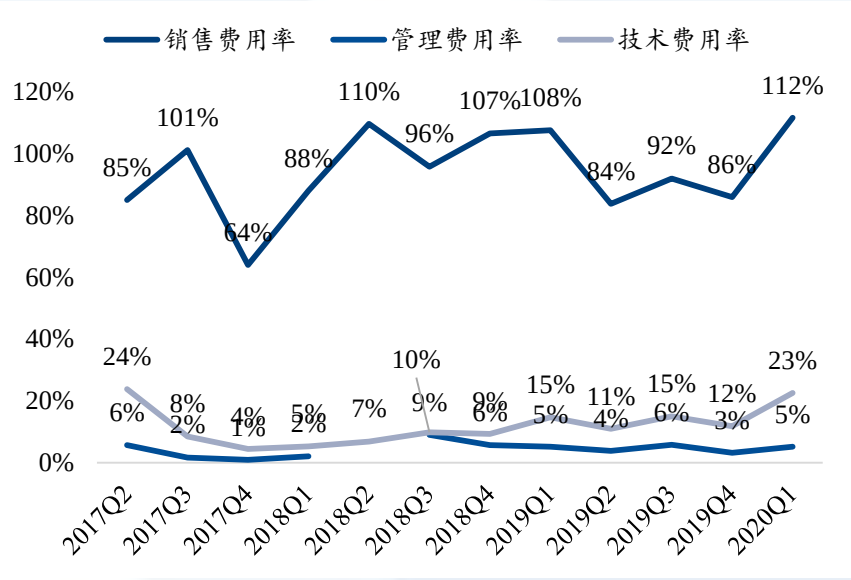
04 拼多多：高销售费用导致亏损，加大研发投入

- 公司通过线上和线下的广告活动和促销，致力于培养更高的用户认知度和参与度，培养用户习惯。拼多多实际补贴力度超过百亿，并通过农货直播，旅游直播等直播方式吸引用户。公司持续加大研发投入，对人工智能和大数据领域进行探索，以雕刻更精准的用户画像和更精准的商品触达。

图：拼多多持续亏损



图：拼多多销售费用率高



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究 注：2018Q2因为股权激励管理费用率超过200%，为了清晰展现省略特殊值

投资建议

投资建议

电商规模持续增长，疫情影响下加速渗透。电商迭代始终与流量变化共振，内容营销时代，各电商平台有望从社交、短视频、搜索等新渠道获得增量流量。对电商企业来说，一头是流量，一头是供应链，共同推进电商平台的发展迭代，龙头企业不断把握流量趋势、加强供应链，稳固行业地位，同时向科技、服务领域扩张，打开成长空间。**推荐标的：阿里巴巴、京东、拼多多。**

阿里巴巴：持续优化和创新营销手段，增加用户数和复购率，核心商业保持强劲，为创新业务提供坚强后盾；各创新业务持续增长，阿里云年营收超400亿且亏损率进一步收窄，新零售和本地服务稳步推进。向以技术为驱动源的多元化综合商业巨擘的持续转型，盈利有望再提速。

京东：组织架构调整后，京东商城以客户为中心突出中台，效率提升显著，盈利能力持续改善并有望延续。电商业务通过京喜、京小店等多种方式布局下沉市场，营收和用户增长良好；物流优势显著、开放服务发展潜力大。

拼多多：致力于为更多人提供高性价比的产品，通过补贴、扩品等多种方法吸引用户，用户数量持续增长；同时加强品控和合作，提升用户信任，年度消费也不断提升，GMV仍有提升空间，从而推动营收增长和盈利改善。

	公司名称	每股收益(元/美元)			市盈率(截止2020年6月16日)			投资评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
BABA.N	阿里巴巴	0.99	0.82	1.05	27.48	33.18	25.91	**增持**
JD.O	京东	0.58	0.40	0.66	49.99	72.49	43.93	**增持**
PDD.O	拼多多	-0.21	-0.23	0.05	-	-	365.55	**增持**

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

风险提示

- **1、经济增速放缓的风险**
- 电商行业与居民消费密切相关，若经济增长持续放缓，居民消费增长缓慢，对电商行业会有较大影响。

- **2、行业竞争加剧的风险**
- 电商行业竞争激烈，若竞争加剧、打价格战，会对公司盈利能力产生影响。

- **3、政策风险**
- 电商行业对于政策敏感度较高，如果政策方面有比较大的变动，会对一些电商企业带来较大影响。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安证券研究所
Thank you for listening
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。